

石油化工

证券研究报告
2021 年 01 月 15 日

2021 能源系列 (1): 原油因何相对其他大宗品滞涨?

原油 2020 年以来表现显著落后于其他大宗商品。考虑原油需求受疫情定向打击,需求端金融属性比较弱,油价涨幅滞后具有一定合理性。

在疫情之初,实体经济尚未完全修复、而各国流动性充裕阶段,金属表现好;疫情后期,实体经济恢复良好、流动性收紧阶段,油价或有所表现。但考虑到原油供给端,页岩弹性、OPEC 剩余产能仍在,油价温和上涨概率大,不宜抱有暴涨的期待。

风险提示:需求端,疫苗有效性和副作用不明导致疫情受到抑制较慢的风险;供给端,OPEC 内部分化的风险,以及页岩油产量回升速度快于预期的风险;宏观方面,油价假如出现快速上涨,对流动性造成压力的风险。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

刘子栋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519090001
liuzidong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《石油化工-行业专题研究:大炼化产品系列(1):酚酮 PC 产业链》 2021-01-10
- 《石油化工-行业点评:天然气大幅攀升至 1 万元,“气荒”因何再现?》 2020-12-22
- 《石油化工-行业投资策略:2021 年投资策略:重视行业格局变化,继续推荐民营大炼化》 2020-12-16

1. 原油相对其他大宗商品滞涨

2020 年疫情爆发至今，很多大宗商品价格都创出新高，而原油价格徘徊在中低位。以 2019 年 12 月 31 日为基数，大豆、铜、黄金、铁矿石最深跌幅分别-14%、-25%、-3%、-12%，而 Brent 原油最深跌幅达到-70%，WTI 最深更是一度跌至负值；目前价格水平，大豆、铜、黄金、铁矿石分别相比 2019 年底上涨 43%、27%、21%、58%，Brent 原油相比 2019 年则为-16%。

图 1：原油 vs.其他主要大宗商品走势（2020 年）



资料来源：wind，天风证券研究所

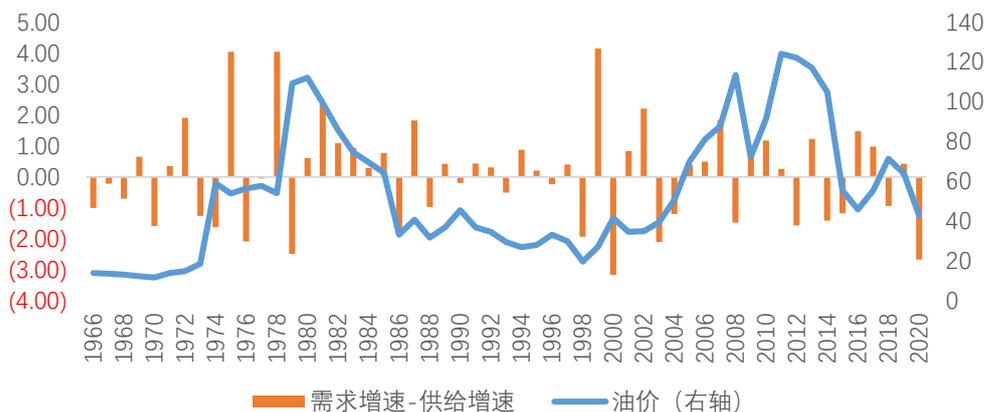
2. 需求属性：原油受疫情定向打击，且实体属性强于金融属性

首先，石油的需求本质是出行需求，是疫情定向打击对象。全球石油需求中，60-70%是交通需求，20%左右化工需求。交通需求中，汽油、柴油、航空煤油、船用燃料油，分别对应通勤和家庭出行、卡车和工程机械、商务出行、国际贸易等。

其次，石油相比金属而言，金融属性弱，实体属性强。以黄金和铜为代表的有色金属，具有较强的金融属性，价格与货币流动性、美元密切相关。石油是液体商品，且终端需求与实体经济密切相关。在疫情之初，实体经济尚未完全修复、而各国流动性充裕阶段，有色金属表现好；疫情后期，实体经济恢复良好、流动性收紧阶段，油价可能有所表现。

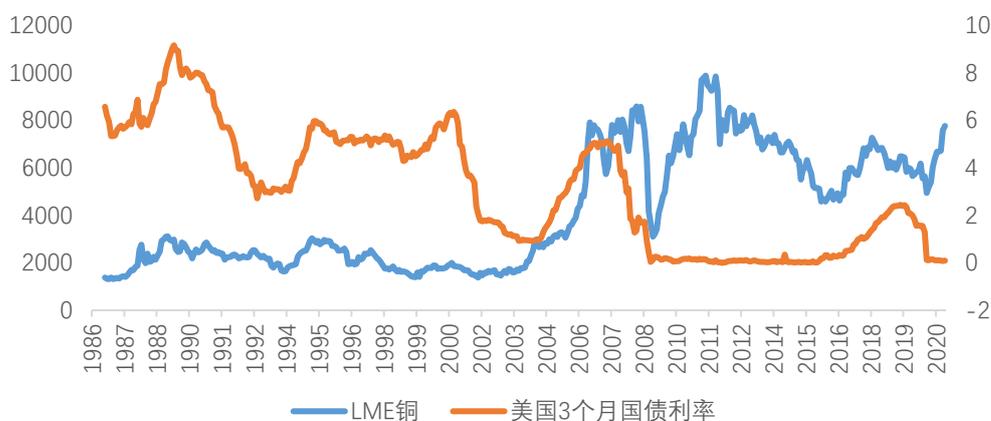
电动化的未来世界，可再生能源替代石油，石油去哪里？——被动出击，替代金属和天然材料。一条现实路径是，随着汽油甚至包括柴油被电动车替代，石油价格可能长期保持中低位，化工原料价格下降。结合中国对于部分中高端材料技术突破，化工材料价格有望下一个台阶，取代金属材料（如汽车轻量化领域）和天然材料（如化纤替代棉花、合成橡胶替代天然橡胶）。

图 2：原油价格（右轴，美金/桶）vs.供需（左轴，百万桶/天）



资料来源: BP, 天风证券研究所

图 3: 铜价 (左轴, 美元/吨) vs.流动性 (右轴, 3 个月美国国债收益率, %)

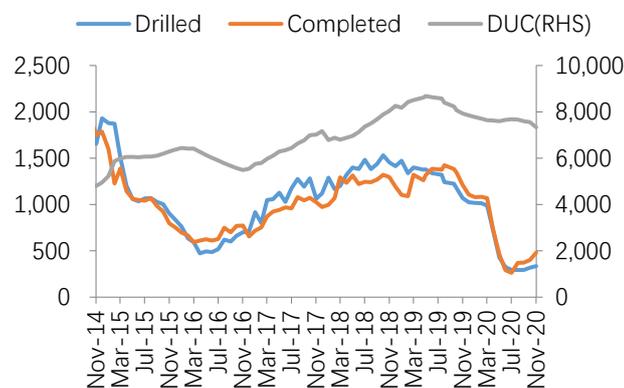


资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 供给弹性：页岩和 OPEC 剩余产能

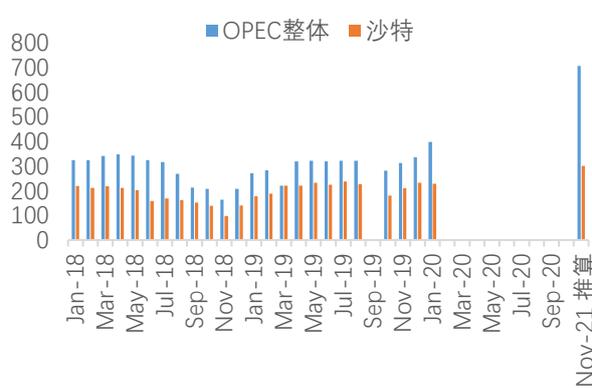
不同于金属（包括有色和黑色）的供给端受疫情影响明显，石油生产几乎不受疫情影响。页岩油会因为前期的超低油价影响，出现减少钻完井活动、甚至阶段性关停井现象，导致页岩油产量收缩。而其他资源类型因为低衰减，供给能力几乎不受影响。OPEC 则主动承担平衡市场责任，尤其是沙特，以大量减产换取市场重回平衡。这必然带来 OPEC 剩余产能增加，现在机构已经不再公布 OPEC 剩余产能，可以用产量变化推算，OPEC 剩余产能可能高达 700 万桶/天。后续随着库存去化、油价回升，这部分剩余产能有可能重回市场。

图 4: 页岩油钻完井数量 (单位: 口)



资料来源: EIA, 天风证券研究所

图 5: OPEC 剩余产能 (百万桶/天)



资料来源: IEA, 天风证券研究所

总结: 原油 2020 年以来表现显著落后于其他大宗商品。考虑原油需求受疫情定向打击,

需求端金融属性比较弱，油价涨幅滞后具有一定合理性。在疫情之初，实体经济尚未完全修复、而各国流动性充裕阶段，有色金属表现好；疫情后期，实体经济恢复良好、流动性收紧阶段，油价或有所表现。但考虑到原油供给端，页岩弹性、OPEC 剩余产能仍在，油价温和上涨概率大，不宜抱有暴涨的期待。

风险提示

1. 原油需求端，疫苗有效性和副作用不明导致疫情受到抑制较慢的风险；
2. 供给端，OPEC 内部分化的风险，以及页岩油产量回升速度快于预期的风险；
3. 宏观方面，油价假如出现快速上涨，对流动性造成压力的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com